

Universidade Federal do Rio de Janeiro

# Instituto de Economia Industrial

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 18

O NÃO CEGO

Julio Sergio Gomes de Almeida  
Aloisio Teixeira

1983

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
INSTITUTO DE ECONOMIA INDUSTRIAL

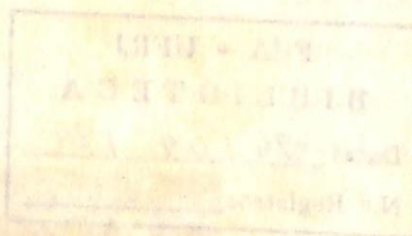
O N Õ C E G O

Aloisio Teixeira \*

Julio Sergio Gomes de Almeida \*



43 - 016231



\* Da FEA e do IEI, UFRJ.

**anpec**  
Associação Nacional  
de Centros de  
pós-graduação  
em economia

Este trabalho foi impresso  
com a colaboração da ANPEC  
e o apoio financeiro do PNPE

PROGRAMA NACIONAL DE  
**PNPE**  
PESQUISA ECONÔMICA

"É possível suportar isto?"

(Palavras do Presidente  
João Figueiredo ao Ministro Delfim Netto,  
ao tomar conhecimento  
das taxas de juros cobradas pelo sistema  
financeiro — O Globo,  
14.04.83).



## O NÓ CEGO

(Política Econômica, Juros e a Crise Econômica Brasileira)

### 1. INTRODUÇÃO

A questão da taxa de juros tornou-se uma obsessão nacional. Formou-se uma verdadeira unanimidade quanto aos riscos para o nosso sistema produtivo e para a saúde econômica e financeira do país da manutenção dos juros, no chamado "segmento livre", em patamares que vão de 30% reais (nas versões otimistas) até 45 a 50 por cento. A imprensa em seus editoriais, os empresários em suas declarações e até os próprios banqueiros concordam que algo tem que ser feito para corrigir este mal. E os responsáveis pela política econômica atrapalham-se em medidas contraditórias, sempre apresentadas como a palavra final em matéria de redução de juros, sem que o resultado ansiosamente esperado por todos seja alcançado.

E, no entanto, o problema tem a sua história, que vai sendo esquecida por todos — governo, empresários e banqueiros — pois relembra-la seria aceitar sua parcela de responsabilidade pelos erros cometidos, erros esses que não fizeram senão engordar seus balanços em passado recente e nos trouxeram à presente situação de impasse financeiro.

O presente artigo pretende justamente resgatar esta história cujo marco temporal coincide com a crise em que a



economia brasileira vem progressivamente mergulhando desde os idos de 1974. Como se poderá perceber ao longo da leitura, a evolução da taxa de juros neste período apresenta três movimentos, bastante distintos. O primeiro, de ascensão, entre 1974 e meados de 1979, quando seu patamar é deliberadamente mo dificado com a intenção de permitir a captação de empréstimos em moeda estrangeira; nesta fase, o movimento ascendente da taxa de juros é puxado pelas taxas de desconto das LTN.

O segundo movimento corresponde a um breve intervalo de cerca de um ano, onde devido ao "tabelamento" executado pelo governo, as taxas de juros se mantêm estáveis. O terceiro movimento, que se inicia no segundo semestre de 1980, ace lera-se no ano seguinte até chegar ao verdadeiro nô cego financeiro em que se encontra presentemente a êconomia brasileira; nesta fase, as taxas de juros são puxadas para cima sucessivamente pelo movimento ascendente das taxas de juros no mercado internacional, pela política ativa de dívida pública, por mudanças de regra das correções cambial e monetária e pelas expectativas geradas pela maior rentabilidade proporcionada por aplicações denominadas em dólar, até se chegar à presente situação de forte instabilidade financeira.

Ao final do artigo se discutem as propostas que têm sido usualmente apresentadas com a finalidade de reduzir a taxa de juros e se apresentam algumas sugestões alternativas para romper os impasses diante dos quais estamos colocados.

## 2. O COMEÇO DA HISTÓRIA

O ponto de partida bem pode ser colocado quando, a p<sup>o</sup>s alguns anos de crescimento acelerado, caem, a partir de 1975, o ritmo dos negócios e as expectativas de lucro, dos em presários, os quais são levados a reduzir suas decisões de in vestir e a procurar alternativas de aplicação rentáveis, de curto prazo e pequeno risco, para suas massas de lucro ainda significativas.

Ora, ocorre que, no quadro institucional do siste ma financeiro do país, havia um título que se prestava exatamente a este papel — a LTN. Tratava-se de um título de emis são do governo (o que vale dizer, com risco nulo — ao menos naquela época), resgatável a curto prazo, dotado de uma mecânica operacional simples e apropriada aos movimentos bruscos de recomposição de carteiras e gozando de inúmeras facilidades legais (tais como a permissão para que empresas e bancos com ele constituíssem o seu disponível). Estas facilidades ha viam sido proporcionadas pelo próprio governo, desde 1970, pa ra viabilizar um mercado para estes papéis e possibilitar o exercício da política monetária através de operações de open market e troca de reservas interbancárias<sup>1</sup>.

Por outro lado, o aproveitamento da fase de prosperidade cíclica que se estende até 1974 havia se dado em condi ções de folgada liquidez nos mercados financeiros internacio

---

1. Ver FERREIRA, E.F.: "Administração da Dívida Pública e a Política Monetária no Brasil", in Política Monetária e Dívida Pública, Ibmecc, RJ, 1974.

nais, o que acarretara um crescimento progressivo da dívida externa e, conseqüentemente, do montante de juros e amortizações a serem pagos pelo país a cada ano<sup>2</sup>. O serviço da dívida externa criava assim a necessidade de captação de novos empréstimos externos e o estímulo básico através do qual se dava o ingresso de recursos provenientes do exterior era através da elevação da taxa de juros no mercado interno, tornando o custo dos empréstimos no país relativamente mais caro. Disto se incumbiu o Ministro Simonsen, ao liberar as taxas de juros após alguns anos de tabelamento imposto pelo seu antecessor, Delfim Netto<sup>3</sup>.

Como os recursos externos ao entrar no país e serem convertidos em moeda nacional expandem a liquidez interna, a ortodoxia monetarista dos responsáveis pela política econômica sentia-se alarmada quanto a seus possíveis efeitos inflacionários. A solução para harmonizar ambos os lados da pretensa equação — entrada de recursos externos e expansão monetária inflacionária — foi dada por uma política ativa de dívida pública com a finalidade de enxugar a liquidez, o que exigiu uma elevação contínua das taxas de desconto das LTN. A consequência é que o diferencial de custos entre empréstimos toma-

---

2. Ver WELLS, J.R.: "Eurodólares, dívida externa e o milagre brasileiro", Estudos Cebap nº 6, out.nov.dez. 1973.

3. A liberação definitiva das taxas das operações ativas de bancos de investimento só se deu em 12.03.1976, através da Resolução nº 361 do Banco Central; a medida foi estendida aos bancos comerciais pela Resolução nº 389, de 15.09.1976, que no entanto, excluiu do "segmento livre" as operações de crédito rural, repasse de recursos oficiais e as de financiamento obrigatório de pequena e média empresas. Antes disso, porém, o controle já havia sido afrouxado, permitindo-se às instituições financeiras a elevação do patamar dos juros internos.



dos no mercado interno e no mercado externo foi se ampliando, reforçando o estímulo ao endividamento externo. Com isso, o processo voltava a seu ponto de partida, tornando umbilicalmente ligados os mecanismos da dívida externa e da dívida pública interna, e dando origem a um círculo vicioso e cumulativo, cujos efeitos propagam-se por todo o sistema econômico<sup>4</sup>. O acompanhamento da evolução das taxas de LTN nestes anos mostra a sua rápida escalada nos anos de 1974, 1975 e 1976, uma estabilização relativa em 1977 e um leve crescimento em 1978.

A elevação das taxas de juros no mercado incidia diretamente sobre o custo financeiro das empresas, as quais, por um lado, remarcavam seus preços (dando continuidade a um movimento cuja origem está na própria desaceleração posterior a 1974), desencadeando ondas de propagação inflacionária; por outro, as empresas endividadas, viam-se diante da necessidade de renovar dívidas acumuladas e aumentavam sua demanda de crédito — agora mais caro — junto ao sistema financeiro. Esta pressão pelo lado da demanda contribuía para elevar adicionalmente as taxas de juros, o que tornava mais atraente para as empresas e demais agentes superavitários deslocar massas de capital-dinheiro para valorização na órbita estritamente financeira.

Este movimento poderia ter seus efeitos atenuados não fosse a existência de mecanismos de criação de liquidez,

---

4, Ver CARVALHO PEREIRA, J.E.: Financiamento Externo e Crescimento Econômico no Brasil, IPEA/INPES, RJ, 1974.

endógenos ao sistema financeiro (com os quais eram sancionados os aumentos de custos e preços) e que acabam se revelando, aos olhos das autoridades, como expansão monetária acima das metas previstas no orçamento monetário. Tais mecanismos tinham sua ação amplificada pelas facilidades com que operavam as instituições financeiras no chamado open market e pela permissão para que os bancos comerciais constituíssem seus encaixes voluntários em LTN. Em caso de estreitamento da liquidez, estas instituições, impossibilitadas de solver seus compromissos na compensação, recorriam ao Banco Central que, para manter a confiança dos aplicadores e evitar possíveis quebras em cadeia, recomprava suas posições a preços de ocasião. As operações de cobertura do Banco Central, que se tornaram uma norma de funcionamento do mercado de títulos públicos de curto prazo, não só eliminavam na prática o risco para a instituição financeira bancadora, como anulavam qualquer pretensão à eficácia do mercado aberto, enquanto instrumento de controle monetário, tornando-o, ao contrário, um instrumento de descontrole monetário e de expansão automática da liquidez<sup>5</sup>.

A existência deste movimento perverso não passou despercebido aos técnicos e especialistas na matéria. O próprio Ministro Simonsen, pelo menos desde 1977, debateu-se desesperadamente para encontrar uma solução para o problema que havia ajudado a criar, esbarrando porém nos limites do arsenal já gasto das medidas monetaristas. Assim, desde o início de

5. Ver TAVARES, M.C.: Ciclo e Crise - O Movimento Recente da Industrialização Brasileira, Capítulo IV; tese de professor titular apresentada à FEA/UFRJ; mimeo, RJ, 1978.

1977, a política de dívida pública torna-se menos ativa, havendo mesmo uma tendência à redução das taxas de desconto das LTN, que caem de 35% em fevereiro para quase 30% em abril; nos meses seguintes, elas se mantêm praticamente estáveis, voltando a crescer somente a partir de novembro, para fechar o ano retornando aos 35 por cento. Em 1978, estas taxas se mantêm estáveis em torno a 33% durante boa parte do ano, passam para o patamar dos 35% entre agosto e novembro, fechando o ano em mais de 37 por cento (Tabela I).

Quanto ao impacto monetário dos recursos externos algumas medidas foram acionadas com o intuito de neutralizá-lo. Através da Resolução nº 479 do Banco Central, de 20.06.78, determinou-se que os empréstimos externos ingressados no país, a partir de então, tivessem seu contravalor em cruzeiros destinados transitoriamente à constituição de um depósito em moeda estrangeira. Na mesma data, a Circular nº 379 do Banco Central estabelecia o prazo de 30 dias para a liberação daquele depósito. Este prazo foi posteriormente alargado para 120 dias (Circular nº 385, de 14.07.1978) e para 150 dias (Circular nº 389, de 11.08.1978), transferindo assim para o ano seguinte o impacto expansionista sobre a base monetária, problema com o qual as autoridades particularmente se preocupavam. Esta tentativa de conter o ingresso dos recursos externos nos limites do necessário ao fechamento do balanço de pagamentos e, simultaneamente, tentar evitar o impacto expansionista sobre a oferta de moeda é retomada em 1979. Em primeiro lugar, com o estabelecimento de um cronograma para a liberação dos



depósitos constituídos na forma da Resolução nº 479 (Resolução nº 497 do Banco Central, de 22.11.1978); em segundo, ampliando-se para 10 anos o prazo mínimo de amortização dos empréstimos externos, para fins de restituição, redução ou isenção do imposto de renda (Resolução nº 498 do Banco Central, de 22.11.1978); em terceiro, no bojo do chamado "pacote de abril", ao estabelecer o depósito compulsório de 50% sobre o valor das operações de câmbio contratadas pelo setor privado (Resolução nº 532, de 18.04.1979).

Só que estas medidas eram incompatíveis com qualquer tentativa de rebaixar a taxa de juros como decorrência de uma política de dívida pública menos ativa. Ao serem aplicadas, junto com outras que visavam a contenção da demanda, via restrição ao crédito das financeiras e à captação de recursos por bancos de investimento e bancos comerciais, pressionaram para cima a taxa de juros, fazendo com que ela não conseguisse baixar de patamar, após curtos períodos de estabilidade.

O Ministro Simonsen caiu em agosto de 1979. Antes, porém, teve que reconhecer a impotência de sua política ao confessar, perante o Conselho Monetário Nacional, que "ao final do [1º] semestre [de 1979], a expansão [de moeda] em períodos de 12 meses atingiu 48,8%, sendo a maior taxa verificada, em final de primeiro semestre, desde 1965"<sup>6</sup>. Estes números são reveladores do fracasso de uma política que pretendia

6. SIMONSEN, M.H.: "Brasil: análise econômico-financeira do primeiro semestre de 1979; perspectivas de política monetária para o segundo semestre de 1979" (documento apresentado ao Conselho Monetário Nacional).

conter a inflação, através do "desaquecimento" da demanda e do controle da oferta monetária, e não conseguiu nem um nem outro. Seus únicos resultados palpáveis foram o aumento sem precedentes da dívida externa, o desencadeamento de uma especulação financeira desenfreada e a elevação da taxa de juros de um patamar de 30% nominais no início de 74 (para uma inflação também da ordem de 30%) para o patamar de 70%, ao final de 1978 (para uma inflação da ordem de 40 por cento).

### 3. UMA PAUSA ... MAS NÃO PARA RESPIRAR

A substituição de Simonsen por Delfim Netto trouxe consigo a perspectiva de mudanças. Em relação à questão que nos ocupa, uma medida foi imediatamente adotada: a aplicação do redutor de 10% sobre as taxas de juros praticadas por bancos de investimento e financeiras (Resolução nº 561 do Banco Central de 30.08.1979). Além disso, adotou-se um "expurgo" no índice de preços por atacado (IPA), reduziu-se a correção monetária (relativamente à inflação) e, portanto, a remuneração de ORTN e cadernetas de poupança. Em relação a estas, ademais, limitou-se a 3% os juros incidentes sobre contas de saldo superior a 2.000 UPC (Resolução nº 14 do BNH, de 28.09.1979). E, no que toca às LTN, elevou-se seu valor nominal mínimo para Cr\$50 mil (Resolução nº 564 do Banco Central, de 20.09.1979), além de se passar a colocar estes títulos, nos leilões semanais, com taxas de desconto cada vez menores — de um patamar de quase 34% ao final de julho, elas caem para menos de 18%

em janeiro do ano seguinte (níveis de 1974/75), mantendo-se um pouco acima deste valor nos três meses seguintes (Tabela I).

Simultaneamente, no que respeita à dívida pública, a nova política apontava no sentido da desaceleração do seu giro e do alongamento de seu perfil, através do incentivo à mudança da composição dos portfólios, com troca de LTN por ORTN. Este objetivo era facilitado pelo fato de que a remuneração das ORTN é dada pela correção monetária que, mesmo expurgada de "incidentalidades", acompanhava por baixo a inflação (que entrara em um ramo ascendente), enquanto que as taxas de desconto das LTN eram mantidas excepcionalmente baixas — taxas de 22% anuais quando a inflação já batia a cem por cento.

Alguns fatos novos sobrevindos ao final de 1979 alteraram o quadro da política econômica: o segundo "choque do petróleo" e a adoção de uma política monetária crescentemente restritiva por parte do governo americano, em primeiro lugar, com seus efeitos sobre a liquidez internacional e sobre a taxa de juros externa, que dispara para cima; em segundo, o "pacote" de novembro, em especial a maxidesvalorização do cruzeiro. Não cabe discutir, nos limites deste artigo, o conjunto de efeitos que a máxi acarretou para a economia brasileira. Cabe, no entanto, recordar dois destes efeitos, pelo impacto que terão nos movimentos posteriores da taxa de juros, quando vier a ser levantado o "tabelamento" dos juros. O primeiro de-



les é sobre os preços, pois as pressões inflacionárias se in tensificam chegando a taxas anualizadas de 100% e gerando ex pectativas de aceleração das minidesvalorizações; o outro é quanto ao desestímulo à captação privada de recursos externos.

Este segundo efeito deve ser examinado conjuntamente à escalada das taxas de juros no mercado internacional, com a Libor chegando ao nível médio de 17% no primeiro trimestre de 1980 e o aumento dos spreads nos mercados financeiros interna cionais (Tabela II). Como havia folga de reservas internacio nais, as autoridades brasileiras tentaram controlar os spreads externos, exigindo taxas menores do que as cobradas no merca do internacional. A "queima" de reservas, em última análise, con tribuía para alguns dos objetivos propostos, quais sejam a con tração da liquidez e a desaceleração do giro da dívida pública.

Para completar o elenco de medidas, numa tentativa já desesperada de refrear a especulação com títulos da dívida pública, o Ministro Delfim "prefixa", em janeiro, a variação dos índices das correções monetárias e cambial para o ano de 1980 em 45% e 40%, respectivamente. A finalidade era anular as expectativas altistas dos agentes econômicos, que haviam se agravado subitamente com a maxidesvalorização, e colocá-las sob controle da política econômica. O tiro, no entanto, saiu pela culatra. Em primeiro lugar, porque é extremamente difí cil alcançar um objetivo como este, principalmente se os dis positivos postos em prática limitam-se à mera manipulação dos instrumentos da correção monetária. A especulação financeira tende a encontrar caminhos próprios. Em segundo lugar, porque as taxas de juros praticadas no sistema financeiro, altamente

negativas em termos reais, contribuíram para esvaziar o mercado financeiro institucionalizado. O movimento dos capitais em busca de valorização financeira dirigiu-se para fora do sistema financeiro, revivendo os mercados paralelos de títulos e de dinheiro, operações triangulares de crédito e a especulação com ativos reais. Esses expedientes driblaram a tentativa governamental de evitar que as expectativas dominantes se traduzissem em elevação das taxas de juros e preços.

A impossibilidade de sustentar a posição financeira externa do país levou o governo, já em abril, a uma nova tentativa de incentivar o fluxo de ingresso de empréstimos em moeda estrangeira, sem, no entanto, abandonar as regras do "tabelamento". A solução foi o recurso a medidas de natureza fiscal e, para tanto, elevaram-se as alíquotas do IOF para operações de crédito e seguro e ampliou-se a faixa de operações sujeitas a sua incidência, com a inclusão das operações de câmbio para exportação e das importações de bens e serviços. Esta modificação elevava o custo do crédito interno sem afrouzar o controle sobre a taxa de juros, carreando para o Tesouro a diferença. O resultado foi que, em um ano em que a receita de impostos cresceu apenas 6,3% em termos reais, a arrecadação do IOF sofreu um incremento real de 104%, aumentando sua participação na receita efetiva do Tesouro de 4,7% para 8,5 por cento; em moeda corrente, isto significou um salto de Cr\$24 bilhões para Cr\$103 bilhões, quando se consideram os fluxos acumulados ao longo dos anos de 1979 e 1980, respectivamente. Mas a contrapartida foi um novo estímulo à inflação,

pelo impacto da medida sobre os custos financeiros e das maté  
rias primas importadas.

A partir do mês de maio, já estavam suficientemente claros os impasses da política econômica. Neste mês, o Banco Central retoma um papel ativo na execução da política de dívi  
da pública, elevando a taxa de desconto das LTN para 25% anu-  
ais, reiniciando uma escalada que não iria se deter tão cedo. Cabe observar que as taxas de juros continuavam "tabeladas", a ORTN "prefixada", juntamente com a correção cambial, mas a in  
flação mantinha-se já há alguns meses no patamar de 100% anu-  
ais (o que implicava uma "valorização" do cruzeiro face a uma cesta de moedas estrangeiras); as taxas de juros no mercado externo também permaneciam excepcionalmente altas.

Este quadro, onde se nota a compressão da rentabili-  
dade dos principais ativos financeiros, preparava o caminho para uma nova escalada da taxa de juros, assim que fossem a-  
frouxados os seus controles. E isto começou a ser feito já no segundo semestre, quando o Ministro Delfim Netto resolveu-se a trocar o "tabelamento" pelo contingenciamento do crédito. Em junho, pela Resolução nº 605, do Banco Central, de 02.04.80, e pela Circular nº 519, limitou-se em 45% o crescimento do crédito para o ano de 1980, exceto para as operações de repa-  
se de recursos externos e de recursos oficiais, as destinadas à Amazônia e ao Nordeste, e as procedidas pela Caixa Econômi-  
ca Federal e BNH.



O duplo efeito pretendido foi alcançado: a liquidez real contraiu-se bruscamente no segundo semestre e a Dedip pôde intensificar a colocação de LTN, já que os "excessos" de recursos dos bancos e demais instituições de crédito passaram a ser aplicados, necessariamente, em títulos da dívida pública. Esta recuperação das LTN, no segundo semestre, não foi suficiente para eliminar a ampliação do prazo médio da dívida, que passou de 13 meses e 27 dias, em dezembro de 1979, para 24 meses e 21 dias, ao final de 1980, explicada pelo aumento relativo das ORTN na composição dos ativos financeiros (Tabela III).

#### 4. O "ENCILHAMENTO" DA DÍVIDA PÚBLICA E A DISPARADA DA TAXA DE JUROS

Em janeiro de 1981, o governo abandona definitivamente o controle das taxas de juros, com a eliminação do redutor para os bancos comerciais e a sua liberação para as finanças; só os bancos de investimento continuaram a ser objeto de algum controle, devendo incidir em suas operações ativas a taxa de variação das ORTN acrescentada de um juro de 0,3% mensais. Ao lado disto, a Resolução nº 669 do Banco Central, de 17.12.1980, já havia estabelecido um teto de crescimento para os empréstimos, mantidas as mesmas exceções do ano anterior, de 50% para 1981.

Estas medidas espelhavam a subordinação do conjunto

de instrumentos de política econômica ao objetivo da busca do equilíbrio nas contas externas e denotavam a orientação geral da política econômica para o ano: política recessiva, fundamentada na pretensa necessidade da economia ajustar-se "voluntariamente" por esta via aos rumos da economia mundial. Neste período, o fator determinante do movimento interno da taxa de juros passou a ser a ascensão das taxas internacionais de juros, que subiram ininterruptamente durante todo o segundo semestre de 1980 e, após um curto arrefecimento no início de 1981, tornaram a subir até meados do segundo semestre daquele ano. A colagem das duas taxas era assegurada pelo controle quantitativo do crédito interno, pelo aperto continuado na liquidez e por uma política de dívida pública cujo impacto na economia brasileira traduzia-se por um verdadeiro "encilhamento". O total da dívida emitida, que era de Cr\$ 904 bilhões em janeiro de 1981, atinge a fantástica soma de Cr\$ 3 trilhões em fins de dezembro, com um crescimento de 264% (86% em termos reais). O crescimento maior, em termos relativos, foi proporcionado pelas LTN, apesar de o grande esforço de colocação das ORTN ter permitido uma estabilidade no prazo médio da dívida, que terminou o ano em 24 meses e 16 dias.

A partir de meados do segundo semestre de 1981, foi relaxada a política monetária contracionista sem que no entanto se tenha invertido a sua direção. Tal orientação se confirmou no início de 1982<sup>7</sup>, quando, por exemplo, por ocasião da

7. O orçamento monetário para 1982 estampava esta decisão ao frisar que "em 1982 não se busca oferta monetária adicional, mas simplesmente, a consolidação dos resultados já alcançados. É de se antecipar que, como consequência da aplicação desta estratégia, haja, ao longo do período, gradual melhoria de liquidez real, o que, sem dúvida, criaria condições favoráveis para a retomada da atividade e recuperação do nível de emprego" (Orçamento Monetário para 1982, p.7; Banco Central do Brasil).



fixação dos limites de expansão de crédito a serem obedecidos pelas instituições financeiras, concedeu-se maior flexibilidade que nos anos anteriores: a Resolução nº 717 do Banco Central, de 22.12.1981, permitiu um crescimento bruto de 60% para os bancos de investimento e de 80% para as financeiras; a Resolução nº 718 da mesma data limitou a expansão do crédito para os bancos comerciais, diferenciando-os segundo um critério de tamanho — 70% para os não autorizados a operar em câmbio, 60% para os pequenos e 50% para os médios e grandes.

Finalmente, com a intenção de reduzir as restrições que pesavam sobre o crédito direto ao consumidor, foram adotadas medidas específicas para reanimar as financeiras. A Resolução nº 716 do Banco Central, de 22.12.1981, ampliou os prazos de financiamento destas instituições, a Resolução nº 730, de 28.04.1982, elevou o seu teto de expansão de crédito, e a Resolução nº 745, de 30.06.1982, estendeu esta liberação às operações de crédito pessoal.

Quanto à dívida pública, decidiu-se frear sua expansão com vistas a não pressionar as taxas de juros, como no anterior.

Se a intenção deste conjunto de medidas era ensejar alguma recuperação à economia do país, o mínimo que delas se pode dizer é que foram tímidas. Em primeiro lugar, porque não proporcionaram uma efetiva folga de liquidez, após um ano de brusca contração dos agregados monetários, como fora 1981. (Ver

Tabela IV). Mas, principalmente, porque não foram acompanhadas das necessárias medidas de política industrial, fiscal e de gasto público capazes de promover um redirecionamento do sistema econômico e seu ingresso em nova fase de crescimento auto-sustentado da produção e do emprego. Mesmo no caso da dívida pública, em que se buscou efetivamente conter seu crescimento, não foi possível evitar a pressão sobre a liquidez e as taxas de juros. Em 1982, o saldo da dívida cresceu 155%, atingindo quase Cr\$ 8 trilhões, mas houve resgate líquido de Cr\$ 217 bilhões. Isto mostra como devido ao montante acumulado de dívida pública em 1981, o governo foi forçado em 1982 a adotar na prática política agressiva de colocação de títulos para sustentar a mera valorização contábil da dívida que contraiu. Ora, isto em condições de contração dos empréstimos externos ao país, pressionou a liquidez interna e contribuiu para o aumento das taxas de juros. Cabe ressaltar, que o mesmo problema se coloca em escala maior para 1983<sup>8</sup>.

Mas, se foram tímidas as medidas que visavam a "recuperação", também não foram ousadas as que consubstanciaram uma meia-volta em direção ao "ajustamento voluntário" a partir de agosto. O pano de fundo desta reviravolta não foi apenas a permanência da inflação em patamares elevados nos cinco

---

8. O orçamento monetário de 1983 não prevê qualquer contribuição da colocação de títulos públicos para o financiamento não monetário das autoridades monetárias, retratando a perda deste instrumento para o financiamento público. Daí a necessidade da transferência de recursos do orçamento fiscal para o monetário após fixada a meta de expansão da base monetária. Estimativas anteriores à máxi davam conta que seriam transferidos cerca de 25% da arrecadação fiscal. Para mais detalhes, ver Boletim de Conjuntura Industrial, vol, 3, nº 2, abr. 1983, IEI/JFRJ. Ver também o item 6 deste artigo.



primeiros meses do ano (quando a taxa média anualizada implicava uma variação do índice geral de preços, no conceito de disponibilidade interna, de 110 por cento). O problema ocorreu quando, com o repique da inflação no mês de junho, produzindo uma variação do IGP de 8%, e sua permanência em patamar elevado no mês seguinte (6,1%), acima portanto da correção dos índices das ORTN, que haviam sido anteriormente fixados em 5,5% para os dois meses considerados, generalizaram-se expectativas (por parte dos agentes econômicos) e temores (por parte do governo) quanto ao desempenho da economia nos próximos meses (Tabela V). O quadro com que se defrontavam as autoridades monetárias parecia deteriorar-se rapidamente, mormente em função do agravamento dos problemas cambiais; a impressão era que a inflação permaneceria alta, ameaçando com retiradas maciças o sistema de cadernetas de poupança (cujos saldos são corrigidos pela variação das ORTN), dificultando o próprio giro da dívida pública e comprometendo o conjunto de metas do governo. Ante a impossibilidade de adotar medidas restritivas extremadas, dada a proximidade das eleições, o governo decidiu-se pelo minopacote de agosto, tímido elenco de medidas, quando considerado pela ótica da política restritiva, para o enfrentamento deste conjunto de problemas, porém grave em seus efeitos negativos sobre o sistema financeiro e a economia do país como um todo.

Em duas linhas principais se desdobraram as medidas propostas em agosto: contenção do crédito interno, para estimular a captação de empréstimos em moeda estrangeira, e a ge-

neralização da correção monetária pós-fixada. Na avaliação do governo, a expansão do crédito vinha se dando a taxas excessivamente altas e, no caso particular das financeiras, suas linhas de financiamento vinham sendo utilizadas como um disfarce para a concessão de crédito às empresas<sup>9</sup>. Desta forma, pela Resolução nº 754, de 13.08.1982, os bancos comerciais e de investimento foram obrigados a desviar para o crédito rural 10% e 5%, respectivamente, do total de suas operações sujeitas ao limite de expansão; a Resolução nº 753, da mesma data, restabeleceu o controle quantitativo sobre o crédito pessoal e o financiamento à prestação de serviços das financeiras, limitando a 5% mensal o crescimento do saldo destas operações, até então isentas de restrição; a Resolução nº 756, ainda da mesma data, limitou as operações de crédito dos bancos lastreadas pela aquisição de debêntures, fixando em 15% dos ativos sujeitos ao limite de expansão para os bancos comerciais e 5% para os bancos de investimento as aplicações em debêntures. A estas medidas de contenção seguiram-se outras, em setembro: no caso das financeiras, a Resolução nº 763, de 14.09.1982, limitou as suas operações de crédito exclusivamente a pessoas físicas; no caso de bancos comerciais e de investimento, o Decreto nº 1.959, de 14.09.1982, elevou o percentual máximo do compulsório para 60%, estendendo seu raio de ação aos depósitos a prazo e a "outros títulos contábeis". Ao regulamentar este decreto, a Resolução nº 762, de 14.09.1982, es

---

9. O diretor de mercado de capitais do Banco Central, Hermann Wey, viria a declarar posteriormente que a elevação do volume de crédito das financeiras, inclusive para compra de equipamentos, "causou estarrecimento" às autoridades monetárias. Ao que consta o volume de operações chegou a Cr\$500 bilhões entre janeiro e agosto (O Globo, 16.09.1982).

tabelece o percentual de 5% para os depósitos a prazo de bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento, e, para depósitos à vista, de 45% para bancos comerciais grandes, 40% para os bancos médios e 36% para os pequenos.

A segunda linha de atuação se consubstanciou na Resolução nº 752, de 13.08.1982, que determinou a pós-fixação da correção monetária nas operações ativas e passivas de bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento, à exceção dos empréstimos por repasses de recursos externos e desconto de duplicatas. Segundo fontes oficiais, a intenção desta medida foi a de "prevenir a formação de expectativas inflacionárias exageradas e que tendiam a induzir à formação de taxas de juros prefixadas excessivamente elevadas".<sup>10</sup>

As taxas de juros do chamado "segmento livre" subiram (ver Tabela VI) após as medidas de agosto. E não apenas devido à contenção provocada no crédito às atividades urbanas, mas também por causa da generalização da correção pós-fixada nas condições em que foi feita.

Em certas situações, a pós-fixação da correção monetária poderia ser uma medida defensável, tendo em vista os objetivos perseguidos pela política econômica. Mas nunca acompanhada, como foi, pela fixação antecipada de índices de correção monetária substancialmente acima da taxa de inflação (ver tabela V): o governo prefixou no próprio mês de agosto a cor

---

10. Informativo Mensal do Banco Central do Brasil, nº 25, ago.1982, p.5.

reção monetária para os meses de setembro e outubro em 7%, repetindo a dose para novembro, enquanto a taxa de inflação para estes meses declinava, como se verificaria depois. Visava, com isso, acelerar as minidesvalorizações cambiais e compensar o atraso da correção monetária vis à vis a taxa de inflação, que se ampliara nos meses de junho e julho, para recompor o estímulo à colocação de títulos com correção pós-fixada (ORTN e cadernetas de poupança). Mas, como resultado, as taxas de juros nominais e reais dos empréstimos internos e externos, determinados no sistema de pós-fixação pelas correções monetária e cambial, se moveram bruscamente para cima, atingindo níveis insuportavelmente elevados para qualquer atividade produtiva. A alta, que, como se pode observar na Tabela VI, se dá já em setembro, foi reforçada pela virtual interrupção dos fluxos de capitais de empréstimos provenientes do exterior e a quase cessação das operações 63 a partir deste mês.

##### 5. A CRISE FINANCEIRA ATUAL E AS MEDIDAS PARA REDUZIR A TAXA DE JUROS

Este movimento conjunto em que se aceleram as desvalorizações cambiais e se eleva a correção monetária (pós-fixada previamente) de títulos, empréstimos e operações financeiras, em um quadro de rutura iminente das contas externas do país, inaugurou um período de forte instabilidade financeira, com movimentos bruscos de recomposição de carteiras e redirecio



namento dos fluxos financeiros, sempre em busca de maior rentabilidade. Ao final de 1982, a unanimidade da opinião nacional verberava as taxas de juros e exigia medidas para a sua redução, como meio de salvar a economia do país da insolvência generalizada. Os próprios banqueiros apresentaram um plano de dez pontos para baixar as taxas de juros<sup>11</sup>, e um deles, dos mais influentes, chegou a endossar publicamente a antiga proposta de desvincular as taxas internas da externa<sup>12</sup>. Diante da pressão, o Ministro Delfim Netto apressou-se em responder, declarando que "não podemos terminar o ano com taxas de juros muito diferentes de 15 a 16% em 1983"<sup>13</sup>. Formou-se assim grande expectativa em torno à primeira reunião de 1983 do Conselho Monetário Nacional, convocada para 11 de janeiro e anunciada como a "reunião para baixar as taxas de juros". Mas, se o governo fora incisivo no plano das declarações, no plano das medidas concretas foi de um acanhamento decepcionante. As medidas do Conselho Monetário Nacional restringiram-se à redução em 1/3 do IOF sobre operações de crédito (exceto para as áreas do crédito ao consumidor e crédito imobiliário), amplia-

11. O plano apresentado em 29.12.82 pela Federação Brasileira das Associações de Bancos e pela Associação dos Bancos do Estado de São Paulo consistia nas seguintes medidas:

- i) retorno ao sistema de prefixação;
- ii) redução dos recursos destinados pelos bancos ao crédito rural;
- iii) redução do recolhimento compulsório;
- iv) eliminação total do IOF;
- v) redução das taxas do over night e extinção das ORTN cambiais;
- vi) limitação da captação de recursos pelos bancos estaduais;
- vii) autorização para que os bancos emitam "certificados de depósitos interbancários";
- viii) eliminação do risco cambial nas operações 63;
- ix) fim do controle quantitativo do crédito;
- x) criação de mecanismos que agilizem a capitalização da empresa nacional.

Os banqueiros alimentavam a esperança de que estas medidas baixassem as taxas de juros para 16 a 18% reais.

12. Trata-se de Olavo Setúbal. Ver seu artigo "Câmbio atropela juros", em O Globo, 29.12.1982.

13. Jornal do Brasil, 02.01.1983.

ção dos limites de expansão do crédito dos bancos comerciais (10 para 12%, para os grandes bancos) e bancos de investimento (10 para 20%) no primeiro trimestre do ano e a liberação de 5% do compulsório dos bancos para aplicação em ações e debêntures e outros 5% para aquisição de CDB de emissão dos bancos estaduais.

A precariedade destas medidas para o objetivo proposto foi reconhecida por todos, inclusive pelo próprio governo, que acenou com um novo pacote, este para valer, em fevereiro, tão logo o país concluísse a renegociação da dívida externa. Na verdade, a paralisia da política econômica na questão dos juros é reflexo do agravamento da crise financeira interna a partir do minipacote de agosto e da crise cambial vivida pelo país, que pôs a nu as limitações da política econômica convencional em enfrentar situações que, como neste caso, ela própria ajudara a criar. A decisão que se seguiu às medidas de agosto, de fixação de índices de correção monetária elevados para os três meses seguintes, permitiu, como se pretendia, acelerar as minidesvalorizações e restabelecer o incentivo às aplicações com correção monetária (depósitos de poupança, em particular)<sup>14</sup>. Esta situação, no entanto, não pôde ser mantida. A crise cambial do país, que se abre dramaticamente nos meses finais de 1982, incentivando a especulação com

---

14. Deve-se ter presente a contrapartida da aceleração das minidesvalorizações e do restabelecimento, por esta via, do incentivo às aplicações com correção monetária: elevação em termos reais dos valores de dívidas (dívidas dos mutuários do SFH, valor contábil do FGTS e dos saldos de poupança, dívida pública e dívidas em moeda estrangeira), jogando para um momento posterior os problemas oriundos da necessidade de sua "rolagem".

o dólar, e a decisão governamental de reduzir os percentuais de correção monetária a partir de novembro, para amortecer a alta dos juros e compensar a defasagem verificada nos meses anteriores entre correção monetária e taxa de inflação (em um momento em que a taxa mensal de inflação novamente inflétia e voltava a mostrar sinais de ascensão), ocasionaram brusca mudança dos fluxos financeiros (ver Tabela V). Estes deixaram as aplicações com correção monetária e buscaram abrigo na correção cambial (ORTN com cláusula de correção cambial) ou em aplicações que acompanhavam a cotação do dólar no mercado paralelo (o próprio dólar e o ouro), ameaçando a rolagem da enorme dívida pública interna, que não se beneficiava com a especulação com as ORTN cambiais, pois suas emissões haviam sido suspensas, e colocando em risco o Sistema Financeiro de Habitação pela perspectiva de retiradas em massa das cadernetas de poupança (como, de fato, se verificou em janeiro).

O anúncio, em dezembro, de nova regra cambial para 1983 (12,7% acima da correção monetária), as indefinições quanto à renegociação da dívida externa brasileira, a especulação desenfreada que tem lugar nos dois primeiros meses do ano no mercado paralelo de dólar<sup>15</sup>, os saques das cadernetas em janeiro, o anúncio de um novo rêcorde dos últimos anos da taxa de inflação em janeiro de 1983 (9%), com expectativas de manutenção de índices inflacionários elevados, a quebra do grupo Delfin no mesmo mês, tudo isto agravou o quadro no início do

---

15. A cotação do dólar no black chegou a Cr\$750,00 no início de março, enquanto em 31 de dezembro, fora de Cr\$440,00.

ano, particularmente com relação às cadernetas de poupança, mas afetando também a colocação de ORTN.

Cabe salientar que nestas condições a reclamada (inclusive por banqueiros) redução das taxas de juros internas colocava-se como uma impossibilidade de fato. A crise financeira interna iminente exigia, ao contrário, o aumento das taxas de juros e, ao mesmo tempo, a desaceleração dos movimentos especulativos com ativos denominados em dólar, com vistas a reordenar a distribuição do capital especulativo. Daí, em grande parte, o imobilismo da política econômica. As medidas adotadas foram as de ocasião, ao sabor do desenrolar da crise, todas com conseqüências negativas quanto à inflação e as taxas de juros e crescentemente potenciadoras de instabilidade financeira: aumento dos índices de correção monetária a partir de março de 1983 (que remarca bruscamente preços, valores de dívidas acumuladas, taxas nominais de juros), maxidesvalorização do cruzeiro (com efeitos semelhantes) e a mais recente medida de política econômica, qual seja, o alinhamento da correção monetária, da correção cambial e da taxa de inflação.

A elevação da correção monetária visou, uma vez mais, compensar a defasagem que novamente se abria a partir de janeiro entre taxa de inflação e correção monetária (ver Tabela V) e preservar desta forma o estímulo às aplicações com correção pós-fixada, necessárias à rolagem da dívida pública e à manutenção dos saldos de poupança. Os valores contábeis de ambos os saldos haviam crescido desproporcionalmente em meses



anteriores devido à fixação de altos índices de correção, de forma que sua renovação estava a exigir novamente a mesma medida (elevadas taxas de correção). Tal foi a armadilha em que se meteu a política econômica, ao procurar "guiar as expectativas" através da manipulação dos instrumentos de correção (cambial e monetária): colocou em risco permanente a renovação da dívida pública e o Sistema Financeiro da Habitação.

Quanto à maxidesvalorização do cruzeiro de fevereiro último, teve como justificativas oficiais estimular a exportação e reduzir as taxas de juros internas, mas dificilmente os condutores da política econômica deixaram de ter em mente sua repercussão sobre os movimentos especulativos de capitais no mercado financeiro interno. A máxi sancionou os ganhos especulativos de capital que buscara as aplicações denominadas em dólar, do mesmo modo que decretou perda aos devedores líquidos em moeda estrangeira, mas por outro lado significou uma possibilidade de "zerar posições" e abrir caminho ao reordenamento dos fluxos de capital, os quais, da maneira como vinham se movendo até então, colocavam em risco o sistema financeiro. Pode-se objetar que para tal propósito a máxi implicava em custos excessivos (e ganhos também excessivos), mas, como já se observou, era o instrumento à mão, de mais a mais aceito amplamente pela ortodoxia, e que evitava ação mais profunda no sistema financeiro.

A maxidesvalorização com o propósito acima descrito trazia consigo um risco, que acabou se efetivando: o de aumen

tar repentinamente a incerteza das decisões capitalistas. Por isto, a especulação com ativos denominados em dólar ganhou fôlego ao invés de refluir, traduzindo-se no aumento da cotação do dólar no black e das ORTN com correção cambial nas semanas que se seguiram à medida. O anúncio da inflação de janeiro jogou mais lenha na fogueira, aumentando os temores de saques em massa do sistema de poupança, ainda abalado pela intervenção na Delfin.

Em meio a estes acontecimentos e incertezas que, como se advertiu anteriormente, não admitem a queda das taxas de juros, o governo lança o seu segundo "pacote dos juros" do ano. Em 10 de março é anunciado um conjunto de medidas, dentre as quais as mais importantes foram as seguintes: 1) a fixação de novas regras de correção cambial e correção monetária, pelas quais o limite superior de variação trimestral do índice de correção cambial será a variação do IGP - DI e a variação da correção monetária trimestralmente será igual à variação do IGP-DI; 2) a decisão de relançar ORTN com cláusula de correção cambial.

Esta última medida constitui mais um expediente de ocasião, pelo qual o governo cuidou de garantir a rolagem da dívida pública em 1983 em meio às incertezas no mercado financeiro. A experiência passada com este título, no entanto, faz crer que o governo está apenas "procurando sarna para se coçar"... Quanto às novas regras de correção, pretendem ter alcance maior: restabelecer a confiança na política cambial in-

centivando os empréstimos na modalidade da operação 63, para com isso induzir a redução das taxas de juros internas, e nivelar em termos de rentabilidade esperada todos os segmentos do mercado financeiro, com o objetivo de prevenir minimamente o sistema financeiro da instabilidade e inconstância dos fluxos financeiros.

Cabem alguns comentários sobre a nova "estratégia" adotada pelo governo. A primeira delas, de cunho geral: confiança não se restabelece por decreto, e tanto é assim que banqueiros e possíveis candidatos a 63, os empresários, ainda relutam em retomar estas operações, preferindo estes últimos arcar com as altas taxas praticadas no mercado interno. De pouco adiantou até o momento a medida adicional, decidida poucos dias depois do pacote, de conceder aos tomadores de 63 direito de opção pela correção cambial ou correção monetária. Como já observara Keynes, certa feita, "a esperança de um resultado muito favorável, que pode compensar o risco na idéia do devedor, pode não ser adequada para tranquilizar quem empresta". Pois bem, estamos numa situação como esta. Os bancos alegam que o risco cambial ou o risco de queda de cotação das ORTN utilizadas nas operações de hedge agora é deles e pretendem cobrar um adicional como prêmio pelo risco.<sup>16</sup>

A outra observação que se impõe diz respeito à base sobre a qual se apóia a nova "estratégia". A garantia de equa

---

16. A esperança do governo era de que os empréstimos 63 tivessem custo entre 20 e 22% acima da correção. Na primeira semana de abril as taxas se situavam em torno de 28 e 29% (incluindo IOF).

lização da variação da correção monetária à taxa de inflação é um contra-senso tão grande no momento atual, em que um fator autônomo como a maxidesvalorização empurra custos e expectativas de preços para cima, que deve ter feito corar os mentores da introdução da correção monetária na economia brasileira. Eles sabiam muito bem do potencial inflacionário explosivo que a correção pós-fixada apresenta em momentos como este. Nos termos da atual estrutura de nosso sistema financeiro, a diretriz de política econômica compatível com o instituto da correção monetária seria inteiramente oposta: ou a generalização da prefixação (e não da correção pós-fixada) com controle das taxas de juros para que as expectativas altistas não se traduzissem em acréscimo das taxas de juros, ou, mantida a pós-fixação nos níveis de abrangência vigentes, promover a desindexação generalizada no sistema financeiro, com a correção monetária correndo por baixo da inflação. Ambas as diretrizes alternativas exigiriam várias medidas complementares, que não cabe aprofundar aqui.

Finalmente, em relação à garantia de que a variação da correção cambial tenha como teto a taxa de inflação, isto se encontra tão distante da realidade que faz pensar que não atravessamos no momento uma grave crise cambial e que a prática das maxidesvalorizações não conste mais do arsenal ortodoxo de política econômica. Resta-nos apenas acreditar no governo e fazer de conta que a correção monetária plena não é neste momento explosivamente inflacionária e que o país não enfrenta grave crise cambial. E esperar que os donos do dinheiro



pensem do mesmo modo, pois só assim os movimentos especulativos de capitais poderão refluir, as rentabilidades esperadas das aplicações financeiras poderão ser equalizadas e o sistema financeiro poderá evoluir ou até mesmo involuir, mas alinhado. Neste castelo de cartas é a fantasia que agora o sustenta.

Talvez, com as nova medidas e com sorte o governo logre por um certo período de tempo o objetivo de estabilizar os fluxos financeiros e a partir daí abrir caminho para reduzir em alguns pontos percentuais as taxas de juros. Mas deverá ter em conta que de qualquer maneira caminhamos sobre um fio de navalha. A qualquer momento um deslocamento da "preferência pela liquidez" poderá induzir a movimentos de capitais, inviabilizando a paridade das correções cambial e monetária e taxa de inflação. Que aproveite a trégua para repensar com a sociedade a organização e o funcionamento de nosso mercado financeiro, de modo a torná-lo mais imune aos movimentos especulativos de capital que ultimamente vêm sendo responsáveis por extremada instabilidade financeira. Efetiva e substancial redução das taxas de juros tem esta condição sine qua non.

Resta abordar uma questão que no momento se apresenta como fundamental para a redução das taxas de juros: a estrutura de intermediação. As constantes medidas da política econômica na área monetária e creditícia vêm enrijecendo de tal forma os custos de intermediação que, aliados aos altos spreads bancários, torna-se no presente extremamente difícil

baixar as taxas de juros sem uma revisão em profundidade da política econômica como um todo e da estrutura do sistema financeiro.

O presidente do Unibanco, Roberto Konder Bornhausen, apresentou recentemente uma estrutura de custos bancários para uma operação típica de desconto de duplicatas a 90 dias de prazo: além da correção monetária, teriam os bancos os seguintes "custos", que repassam aos tomadores de empréstimos:

- a taxa de captação: 15 por cento;
- o IOF cobrado antecipadamente: 6 por cento;
- 2% correspondentes ao depósito compulsório;
- outros 2% devidos à obrigatoriedade de aplicações na agricultura;
- e, finalmente, o spread bancário: 6 por cento.

A soma destas parcelas totaliza 31 por cento. As taxas de juros desta modalidade de crédito podem ser bem maiores (não está incluída a reciprocidade) e seguramente o spread bancário é mais elevado. Mas de qualquer modo, trata-se de uma taxa real de juros incompatível com a atividade produtiva.

Quais seriam as possibilidades de baixá-la?

A viabilidade de redução da taxa de captação (os 15% mais a correção monetária) está sujeita à redução da correção monetária e/ou à redução da taxa real dos títulos. Como

a correção monetária igual à taxa de inflação é agora compromisso formal do governo e, ao menos enquanto perdurar a regra de indexação, não há a menor possibilidade do custo real dos empréstimos decrescer por esta via. O rendimento mínimo do mercado é 6% acima da taxa de inflação, correspondente ao rendimento das cadernetas de poupança. Em nenhum outro lugar do mundo uma rentabilidade financeira real é tão segura.

A redução na taxa de rentabilidade que excede a correção monetária e tem piso nos 6% exigiria, por seu turno, uma série de medidas coordenadas, de modo que a dívida pública não pressione o mercado de títulos, que a política de open market mantenha baixas as taxas de financiamento de curto prazo, que amortee o movimento especulativo de capitais no circuito financeiro. A exigência que se impõe para tanto consiste na redefinição das políticas monetárias, de dívida pública e de correção monetária.

Igualmente, a redução da parcela correspondente ao IOF e ao compulsório estaria a exigir mudanças na política fiscal e monetária que não encontram espaço nos compromissos assumidos pelo governo com relação às diretrizes da política econômica.

Quanto ao spread bancário, este é influenciado pela estrutura do setor financeiro, seus padrões de concentração e concorrência, pelas políticas monetária, creditícia e fiscal, pela demanda de liquidez da economia, pelo risco das operações



ativas dos bancos. Nenhum desses fatores é atualmente favorável à redução da margem bancária. Mas uma tentativa neste sentido passa necessariamente pelo afrouxamento da política monetária, pela liberação do crédito e controle das taxas bancárias que garanta a redução do spread.

#### 6 - UMA NOTA SOBRE OS RESULTADOS MONETÁRIOS-FINANCEIROS DE 1982

As séries monetárias e as séries não monetárias a apresentaram em 1982 comportamentos marcadamente distintos, repetindo o que já ocorrera no ano anterior. A evolução dos saldos de haveres monetários (depósitos à vista e papel-moeda em poder do público) e de empréstimos do sistema monetário (Banco do Brasil e bancos comerciais) se deu a taxas bastante inferiores às relativas aos haveres não monetários e empréstimos do sistema não monetário, e mesmo abaixo da taxa de inflação no ano (Tabela VII).

Em grande parte, os resultados de 1982 refletem a política de contenção da liquidez adotada no período, avaliada segundo os saldos monetários convencionais (base monetária e meios de pagamento no conceito  $M_1$ ). Mas há que se notar o crescimento excepcional das séries não monetárias de haveres e empréstimos ao setor privado (148,4 e 132,5%), que superaram de muito a taxa de inflação (99,7%), sugerindo ter havido no ano crescimento real na mobilização de recursos por parte do sis-



tema financeiro e relativa folga do crédito, particularmente do crédito não bancário.

Estes resultados, no entanto, encerram certa ilusão de ótica que convém ressaltar. A expansão dos haveres não monetários foi puxada pela dívida pública interna (+ 154,6%), mas isto se deu em função da valorização contábil do estoque da dívida. De fato, em 1982, registrou-se resgate líquido de títulos de dívida pública no montante de Cr\$ 217 milhões. Vale dizer, o notável crescimento da dívida interna, em nada contribuiu para o financiamento público e explica-se exclusivamente pela rolagem do estoque acumulado, reavaliado de acordo com as altas taxas de correção e de juros, vigentes no ano.

Difícilmente no futuro próximo, a dívida pública em títulos voltará a constituir-se em instrumento efetivo de financiamento do setor público, a menos que retorne aos níveis anteriores o influxo de recursos externos (o que obviamente é muito improvável) ou que se promova a sua desvalorização contábil ou ainda que se proceda ao reescalonamento dos prazos de vencimento. Pelas dimensões já assumidas (Cr\$ 10 trilhões atualmente, segundo estimativas) e nas atuais condições de vinculação estrita da correção monetária, cambial e taxa de inflação, a simples renovação do crédito público com colocação líquida nula implicará no corrente ano em pressões no mercado monetário com reflexos sobre as taxas de juros e em um crescimento puramente fictício do saldo da dívida ainda mais espetacular do que em 1982.

Os empréstimos do sistema financeiro, por seu turno, tiveram expansão global de 114,9% (7,6% "reais") e os empréstimos do sistema não monetário cresceram 132,5% (16,4% "reais"). Ora, esses dados revelam uma evolução do crédito do sistema não bancário (e não do sistema financeiro como um todo) que não permitiu sequer a renovação de dívidas acumuladas às taxas de juros nominais prevalecentes em 1982. Estimativas mais conservadoras indicam níveis de taxas de juros em 1982 da ordem de 30% acima da correção monetária (que se elevou a 97,8% neste ano). As condições de crédito vigente no ano passado caracterizaram-se, assim, por altos custos de endividamento e mais pela escassez do que pela folga, particularmente junto a instituições fornecedoras de crédito geral para o giro das empresas industriais e comerciais, como bancos comerciais, bancos de investimentos e a carteira de empréstimos ao comércio e à indústria do Banco do Brasil. Aqui também valorizou-se o estoque das dívidas acima da taxa de inflação, o que não significa expansão de crédito. Pode-se falar com certa propriedade em expansão real de crédito apenas para segmentos específicos do mercado, como créditos às famílias (financeiras, SFH) e crédito a longo prazo dos bancos de fomento (Ver Tabela VIII).

## 7 - OBSERVAÇÕES FINAIS

A reconstituição, intentada neste artigo, dos elementos que determinam a crise financeira atual não deixa mar

gem a dúvida quanto a sua dimensão e profundidade, nem abre perspectivas otimistas quanto a seus possíveis desdobramentos. A gravidade do quadro é tal que, embora a crise das contas externas do país coloque-se ao centro do aguçamento da crise financeira interna, o fato é que, hoje, esta constitui a pièce de resistance do precário equilíbrio econômico da sociedade brasileira. Não enfrentá-la significa dar livre curso ao que já foi uma "crise de liquidez", mas que transita rapidamente para uma "crise de liquidação", arrastando para o rodamoinho da insolvência generalizada o conjunto dos agentes econômicos, a começar pelo Estado brasileiro. A resultante, cuja dimensão é imprevisível, seguramente passará por movimentos de reconcentração de capitais alcançando inclusive a esfera bancária e colocará inevitavelmente como "solução" para o problema financeiro a estatização do sistema financeiro ou a sua desnacionalização, pondo fim à "reserva de mercado" do setor bancário nacional dos últimos 50 anos.

A dívida pública, a especulação financeira e o crédito interno são as questões prementes que devem ser encaminhadas. A dívida pública deixou de ser instrumento de financiamento público, bem como instrumento de política monetária, servindo exclusivamente como mecanismo de valorização fictícia de ativos, com o que só pressiona a liquidez e a taxa de juros. O argumento de que os desequilíbrios financeiros do Estado decorrem dos subsídios de crédito à agricultura e à exportação ou do déficit das estatais obscurece a verdadeira natureza do problema. A responsabilidade pelo desequilíbrio atu

al repousa em uma política ensandecida de dívida pública, na qual deve ser posto um paradeiro. De outra forma seria aceitar a permanência de uma situação que é o ponto de partida de toda a especulação financeira, já que incentiva os agentes econômicos a se lançar uns contra os outros e todos contra o Estado, na tentativa de se apropriar de um direito a suas rendas futuras. Nestas condições, não tardará para que todo um orçamento fiscal seja transferido ao orçamento monetário. A dívida pública, por isto, terá que ser liquidada. É condição para a queda das taxas de juros e para a recuperação dos instrumentos fiscais e monetários de política econômica.

O aguçamento da especulação coloca em risco segmentos importantes do sistema financeiro e empurra para cima as taxas de juros. Impõe-se aqui a ruptura imediata da armadilha em que se viu metido o governo quando julgou poder ditar os rumos das expectativas através dos instrumentos de correção. É impossível a manutenção por muito tempo da paridade entre a correção monetária, a correção cambial e a taxa de inflação, tal como se comprometeu o governo, nem isso garante, por si só, a precária trégua alcançada. Não se pode admitir que os valores dos fundos de poupança compulsória e das pequenas poupanças pessoais (depositadas em cadernetas de poupança), bem como prestações e saldos de dívidas junto ao SFH, e a própria dívida pública fiquem à mercê desta armadilha e de seus mecanismos perversos. A exigência, portanto, é que se proceda a uma redefinição da função e da abrangência das correções monetária e cambial no sistema financeiro, tendo por objetivo a



desindexação simultânea das relações de débito e crédito no interior do sistema financeiro de modo a que a estrutura de todos os ativos e passivos financeiros se "desvalorize" progressivamente.

O complemento necessário destas medidas passa por quebrar as expectativas dominantes de valorização de ativos denominados em dólar. A oportunidade para isto, por paradoxal que pareça, está dada pela cessação dos fluxos de 63, pela retração da oferta de crédito no mercado internacional e pela necessidade que o país vem enfrentando em renegociar a dívida externa. Neste quadro, pode-se proceder à estatização da dívida externa, assumindo o Banco Central o passivo em dólares de empresas e bancos brasileiros perante o sistema financeiro internacional e tornando-se credor em cruzeiros destas mesmas instituições. Em adição, será imperiosa a substituição compulsória das ORTN com cláusula cambial em poder do público por títulos de dívida pública comuns e o controle rigoroso do mercado "paralelo" de dólares.

A terceira questão — a do crédito interno — só poderá ter solução à medida em que se encaminhe o problema da dívida pública. Poderá ser inócuo levantar o contingenciamento do crédito nas condições atuais, pois o sistema financeiro não terá como ampliar sua carteira de empréstimos a menos que se restabeleçam as condições para o aumento da liquidez real, cujos fatores de expansão — o ingresso de empréstimos externos em moeda, os empréstimos do Banco do Brasil e o gasto públi

co — estão virtualmente congelados. Mais propriamente do que as elevadíssimas taxas de juros, é expressão do nó cego financeiro a contradição em termos das atuais relações entre as órbitas financeira e real.

A dívida pública cresce em "termos reais", mas isto não fornece um tostão aos cofres públicos; os empréstimos do sistema financeiro ao setor privado também crescem em "termos reais", o que só é o bastante para renovar o endividamento prévio das empresas às taxas de juros vigentes. É um "infernai jogo contábil"<sup>17</sup> sem fim este em que se acumulam títulos em cima de títulos, sem nenhuma contrapartida de poder de gasto adicional dos agentes econômicos. Apenas as famílias, e em escala modesta, têm sido um segmento de devedores líquidos reais, mas é muito pouco. Poucas coisas ferem mais profundamente o funcionamento de uma economia capitalista do que a impossibilidade de capitalistas, não capitalistas e Estado contraírem dívidas. Keynes costumava assinalar que restava apenas uma saída ante uma situação em que o acúmulo fictício de dívidas impede a expansão efetiva da liquidez e do crédito e daí, da renda e do emprego: a "eutanásia do rentista".

Em nenhum caso, o encaminhamento de soluções será fácil ou indolor, e claro está que exigirá um conjunto de medidas coordenadas de difícil decisão no espaço dos atuais compromissos assumidos pelo Governo quanto às diretrizes da polí-

---

17. A expressão é de L.G.BELUZZO. Ver o artigo "Infernai jogo contábil", na série de encartes da revista Veja, intitulado "Receita: Brasil".

tica econômica. Mas de nada adianta nesta altura da crise financeira fechar os olhos à realidade e argumentar que as taxas de juros não são assim tão elevadas, já que o "segmento livre" é apenas parcela de todo o sistema de crédito, ou que a irresponsabilidade pelos desequilíbrios financeiros e pela inflação cabe aos subsídios e gastos em custeio e investimento do Estado, ou ainda que é sempre possível evitar a débaque pela manipulação ad hoc das correções monetárias e cambial. Na tentativa de enganar a todos, o governo consegue apenas enganar a si mesmo e, com isso, só aprofunda a crise.

A situação financeira do Estado, das empresas e também dos bancos, o restabelecimento dos instrumentos de política econômica, bem como as possibilidades de que a economia retome o crescimento da produção e do emprego estão a exigir, portanto, a reforma financeira em profundidade, que comece por romper o nó financeiro e desdobre em outras medidas que contribuam para corrigir aquilo que o presidente do Banco Central certa vez chamou de "óbvias limitações de natureza estrutural"<sup>18</sup> de nosso sistema financeiro. Neste terreno, pelo menos três questões deveriam ser enfrentadas: a reintrodução do fator risco; o estabelecimento de uma clara separação entre áreas e modalidades operacionais a cargo dos subsistemas público e privado; e a adoção de normas mais rigorosas de controle.

---

18. LANGONI, C.G., palestra na Escola Superior de Guerra, Jornal do Brasil, Caderno Especial, 27.07.1980.

A eliminação do fator risco decorre diretamente da forma de operação do Banco Central no mercado monetário, onde atua como market maker de seus próprios papéis, provendo a liquidez diária do sistema, do uso generalizado de acordos de recompra a preço fixo e da possibilidade das instituições negociar as cartas-patente quando na iminência de bancarrota. Alterando-se, portanto, a legislação sobre cartas-patentes, no sentido de impedir as instituições financeiras de negociá-las quando se revelarem más gestoras das poupanças do público e deixando o Banco Central de proceder às coberturas de última instância no mercado monetário, as próprias instituições seriam levadas a adotar políticas mais cautelosas, tendo em vista o risco que assumem. Por outro lado, a proibição das cartas de recompra a preço fixo devolveria ao aplicador a parte do risco que lhe cabe — passando a atuar o mercado do dinheiro no Brasil, como de resto em qualquer país capitalista, submetido ao risco de variação na taxa de juros.

O segundo ponto diz respeito à existência de grandes fundos de poupança compulsória e à nítida especialização do subsistema financeiro privado em operações de crédito geral a prazos e riscos menores, o que coloca a necessidade de se procurar uma configuração institucional que, do ponto de vista macroeconômico, do ponto de vista operacional e do ponto de vista do próprio custo de intermediação, torne mais eficiente o funcionamento do sistema financeiro. Esta configuração deveria tornar uma atribuição exclusiva da rede oficial a administração e a aplicação dos fundos de poupança compulsó



ria, bem como das pequenas poupanças individuais voluntárias. Ao subsistema privado caberia a aplicação dos grandes saldos financeiros voluntários e dos fundos privados, por sua própria conta e fisco, mas em condições de suportar maior risco nas operações ativas, repassar economias de "custo de intermediação" às taxas de aplicação e reduzir spreads.

Finalmente, no que tange ao poder de fiscalização das autoridades, este só será eficaz quando se eliminar a impunidade de que gozam os responsáveis pelas instituições financeiras, contribuindo para acabar com uma estrutura que premia a especulação, nivelando a todos pelo que há de pior.

Romper o nó cego impõe, como o nó górdio das legendárias histórias de Alexandre, passá-lo pelo fio de uma espada. No entanto, será apenas um passo para se encontrar a saída para a crise atual, que — não sendo apenas interna, nem exclusivamente econômica — só poderá ser resolvida à medida em que todos os segmentos da sociedade se disponham a abrir um processo de negociação em profundidade, tanto em termos políticos quanto econômicos.

TABELA I

Letras do Tesouro Nacional 91 dias  
Leilões pelo Banco Central  
Taxa Média anual de desconto

Meses	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Janeiro	14,40	18,46	23,98	35,19	33,10	36,82	21,88	47,50	57,92	69,78
Fevereiro	14,45	19,25	24,70	35,23	33,11	35,94	18,09	55,00	58,29	
Março	14,49	18,26	28,07	30,03	33,10	35,75	18,08	54,63	64,46	
Abril	14,89	17,98	28,64	29,74	33,02	35,13	18,09	55,76	64,78	
Maiο	15,06	16,32	29,30	30,90	32,94	34,89	19,94	56,28	63,35	
Junho	15,72	16,50	29,85	31,08	32,83	33,73	26,35	56,80	66,80	
Julho	21,50	15,79	30,21	30,66	33,91	33,58	33,42	56,40	69,23	
Agosto	18,06	16,65	30,63	30,61	35,04	31,85	36,02	57,56	69,75	
Setembro	17,86	17,89	30,78	30,15	35,02	30,70	37,95	59,00	69,75	
Outubro	17,68	19,58	31,95	31,21	35,31	23,32	44,83	64,05	69,75	
Novembro	17,30	22,78	33,86	32,39	35,94	23,42	47,50	64,05	69,75	
Dezembro	17,53	23,62	35,19	34,94	37,36	23,43	47,50	60,41	69,75	

Fonte: Boletim da ANBID, diversos números.

TABELA II

Taxas básicas de juros no mercado internacional (%)  
Prime Rate

Meses	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Janeiro	7,87	9,00	6,75	6,25	8,00	11,75	14,56	20,10	15,75	11,17
Fevereiro	7,60	8,50	6,75	6,25	8,00	11,50	15,61	19,39	16,50	11,00
Março	8,30	7,50	5,75	6,25	8,00	11,50	18,27	17,00	16,50	10,50
Abril	10,75	7,50	6,75	6,25	8,00	11,50	19,76	18,00	16,50	
Maio	11,50	6,25	7,00	6,75	8,25	11,75	16,75	19,61	16,50	
Junho	11,50	7,00	7,25	6,75	9,00	11,50	12,67	19,93	16,50	
Julho	12,00	7,25	7,00	6,75	9,00	11,75	11,28	20,26	16,40	
Agosto	12,00	7,75	7,00	7,00	9,00	12,25	11,02	20,50	14,68	
Setembro	11,75	8,00	6,75	7,25	9,89	13,50	13,00	20,00	13,50	
Outubro	8,50	7,75	6,75	7,75	10,25	15,25	14,50	18,00	12,50	
Novembro	10,50	7,25	6,50	7,75	11,50	15,75	17,75	16,50	11,90	
Dezembro	10,25	7,25	6,25	7,75	11,75	15,00	20,18	15,75	11,50	
Média	10,21	7,58	6,79	6,90	9,22	12,75	15,45	18,75	14,89	

Fonte: De 1974 a 1976, Boletim da ANBID; a partir de então, Banco Central do Brasil (Taxa de juros do City Bank).

Nota: De 1974 a 1979, posição de fim de período; a partir de então, média das taxas diárias disponíveis (com exceção de Set/Out/Nov de 1980 e Mar/Abr de 1981); de julho/81 em diante, taxas de médias do período.

## Euromercado - LIBOR

Meses	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Janerio	8,69	8,13	6,06	5,94	7,81	11,31	14,48	16,97	15,13	9,23
Fevereiro	8,56	7,63	6,25	5,75	7,89	11,56	15,24	16,10	16,05	9,50
Março	9,94	7,75	6,31	5,69	7,19	10,94	18,85	15,39	15,06	10,00
Abril	11,37	7,88	6,06	5,63	7,89	10,81	17,06	15,92	15,28	
Maio	11,81	8,38	7,44	6,38	8,56	10,89	10,72	18,49	14,61	
Junho	12,94	7,44	6,88	6,31	9,19	10,63	9,58	17,11	15,70	
Julho	13,38	8,00	6,31	6,11	9,13	11,19	9,64	18,31	14,99	
Agosto	14,06	8,31	6,13	6,69	9,19	12,89	11,17	18,97	12,57	
Setembro	12,31	8,94	6,19	7,19	10,00	12,63	12,47	18,07	12,67	
Outubro	10,19	7,56	5,88	7,44	11,44	15,56	13,64	16,79	10,77	
Novembro	10,69	7,81	5,44	7,38	12,19	13,56	15,78	13,62	10,03	
Dezembro	10,38	6,25	5,44	7,75	12,56	14,81	17,84	14,02	9,82	
Média	11,19	7,84	6,20	6,52	9,42	12,23	13,87	16,65	13,56	

Fonte: De 1974 a 1976, Boletim da ANBID; de 1977 a 1979, Banco Central do Brasil e a partir de 1980, jornais de ampla circulação.

Nota: De 1974 a 1979, posição de fim de período; a partir de então, média das taxas diárias disponíveis.

TABELA III

Composição dos haveres financeiros - (%)

	1978	1979	1980	1981	1982
Monetários	31,3	32,5	32,8	23,5	17,6
Papel-Moeda em Poder do Público	6,1	6,5	6,7	4,7	4,1
Depósitos à Vista	25,3	26,0	26,2	18,8	13,5
Não Monetários	68,7	67,5	67,2	76,5	82,4
Títulos da Dívida Pública	23,2	20,3	19,6	29,3	32,3
LTN	12,6	10,5	6,0	10,4	6,0
ORTN	10,6	9,8	13,6	18,8	26,3
Depósitos de Poupança	18,7	20,3	22,7	23,6	23,7
CDB	14,7	15,9	14,7	14,8	14,6
Letras de Câmbio	8,3	7,3	6,3	4,7	7,3
T O T A L	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil.



TABELA IV  
Índice de Liquidez Real (1977 = 100)

Período		I.L.R.
1977	dezembro	100,0
1978	dezembro	101,5
1979	dezembro	80,0
1980	dezembro	71,0
1981	março	59,4
	junho	62,5
	setembro	57,7
	dezembro	71,0
1982	março	54,6
	junho	55,2
	setembro	51,7
	dezembro	60,7
1983	janeiro	53,1

Fonte: Boletim de Conjuntura Industrial, Vol.3, nº 2, abr.1983.

TABELA VI  
Taxas de juro no sistema financeiro (a)  
Agosto de 1982 a Abril de 1983  
(%)

S E M A N A	TAXAS DE CAPTAÇÃO			TAXAS DE EMPRÉSTIMOS			
	C D B*	LETRAS DE* CÂMBIO	DEBÊNTURES (1)	BANCOS COMERCIAIS (2)	BANCOS IN* VESTIMENTO (3)	FINANCEI- RAS (4)	OPERAÇÕES 63
01/08 a 07/08	115,0	115	15	140	145	150	130
08/08 a 14/08	120,0	120	12	140	150	150	140
15/08 a 21/08	10,0 <sup>(5)</sup>	126	12	140	150	150	140
22/08 a 28/08	10,5	125	12	140	20 <sup>(6)</sup>	150	140
29/08 a 04/09	10,5	125	12	140	20	150	140
05/09 a 11/09	10,5	125	12	140	20	150	140
12/09 a 18/09	11,5	125	12,5	140	25	160	140
19/09 a 25/09	11,0	127	12,5	150	25	160	140
26/09 a 02/10	13,0	130	14	150	27	165	140
03/10 a 09/10	14,0	135	17	150	30	165	140
10/10 a 16/10	15,0	135	17	150	30	165	140
17/10 a 23/10	15,0	135	17	160	30	165	140
24/10 a 30/10	16,0	135	17	160	33	175	140
31/10 a 06/11	16,0	135	17	160	35	175	140
07/11 a 13/11	16,0	135	17	160	35	175	140
14/11 a 20/11	15,0	125	17	160	35	170	140
21/11 a 27/11	18,0	125	17	160	35	170	140
28/11 a 05/12	19,0	125	25	160	35	170	140
06/12 a 12/12	23,0	125	25	160	35	170	140
13/12 a 19/12	25,0	135	25	170	35	170	140
20/12 a 26/12	21,0	135	25	170	40	170	140
27/12 a 02/01	20,0	125	25	170	40	170	140
03/01 a 09/01	16,0	115	25	170	40	170	140
10/01 a 16/01	15,0	115	20	170	40	170	140
17/01 a 23/01	16,0	115	20	170	40	170	140
24/01 a 30/01	16,0	114	20	160	35	170	140
31/01 a 06/02	16,0	114	20	155	35	170	140
07/02 a 13/02	16,0	112	20	150	35	170	140
14/02 a 20/02	16,0	112	20	150	35	170	140
21/02 a 27/02	16,0	112	20	150	35	170	140
28/02 a 06/03	18,0	118	23	150	40	170	130
08/03 a 13/03	16,0	118	23	150	40	170	130
15/03 a 20/03	14,0	118	23	150	40	170	130
22/03 a 27/03	14,0	125	23	150	40	180	20 <sup>(5)</sup>
29/03 a 03/04	14,0	130	23	150	40	180	20
05/04 a 10/04	15,0	130	23	150	40	180	22

Fonte: Revista Senhor

Notas: (a) Taxas preferenciais no Mercado Financeiro de São Paulo

(1) Mais a correção monetária

(2) Desconto de duplicatas sem reciprocidade e IOF

(3) Crédito para capital de giro, sem reciprocidade e IOF

(4) Crédito pessoal em 12 meses

(5) A partir desta semana, mais correção monetária

(\*) Máximo da semana

TABELA V

Taxa de Inflação (IGP-DI) e  
Correção Monetária (Variação Mensal)  
(%)

Mês	IGP-DI	Correção Monetária
1982 Junho	8,0	5,5
Julho	6,1	5,5
Agosto	5,8	6,0
Setembro	3,7	7,0
Outubro	4,8	7,0
Novembro	5,0	7,0
Dezembro	6,1	6,5
1983 Janeiro	9,0	6,5
Fevereiro	6,5	6,0
Março	10,1	6,7
Abril	-	9,0
Maiο	-	9,0

Fonte: Conjuntura Econômica.

TABELA VII

Saldos monetários e financeiros - Variações dos saldos em fins de período - (%)

Saldos Monetários e Financeiros	1978	1979	1980	1981	1982
Meios de Pagamento (M1)	42,2	73,6	70,2	74,7	69,3
Base Monetária	44,9	84,4	56,9	69,9	86,8
Haveres Financeiros	51,7	67,0	68,5	142,9	130,5
Haveres Não Monetários	57,0	64,2	67,6	176,8	148,4
Títulos de Dívida Pública	48,8	45,7	62,7	264,0	154,6
Empréstimos ao Setor Privado	48,3	65,0	73,2	107,2	114,9
Sistema Monetário	48,1	68,1	70,3	100,3	91,7
Sistema Não Monetário	48,7	61,9	76,2	124,6	132,5
IGP-DI	40,8	77,2	110,2	95,2	99,7

Fonte: Boletim Banco Central do Brasil.



TABELA VIII

Moeda e Crédito: Evolução dos Saldos em 1982 (%)

Meios de Pagamento ( $M_1$ )	69,3
Moeda Escritural	63,3
Banco do Brasil	67,5
Bancos Comerciais	62,5
Papel-Moeda em Poder do Público	90,7
Base Monetária	86,8
Empréstimos das Autoridades Monetárias	73,4
Setor Rural	69,0
Setor Exportador	101,8
Proálcool	70,7
Demais Setores	54,6
Indústria e Comércio	62,7
Empréstimos do Sistema Financeiro	114,9
Sistema Monetário	91,7
Banco do Brasil	70,3
Bancos Comerciais	102,5
Sistema Não Monetário	132,5
Financeiras	245,5
Bancos de Investimento	72,4
BNH, SCI, APE	141,2
Caixas Econômicas	132,6
Bancos de Fomento	129,6

Fonte: Orçamento Monetário para 1983 e Boletim do Banco Central do Brasil.